

2024年11月09日

10 万亿化债对股债的影响

宏观研究团队

11月人大常委会点评

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

11月8日，十四届全国人大常委会第12次会议举行闭幕会。会议表决通过全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议（以下简称“《议案》”）。我们认为，化债相关政策略超预期，传递积极的财政政策信号，2025年财政扩张的力度或可以期待。

● **短期：确保完成预算目标，充足资源保障年内收支平衡**

针对年内财政收支缺口，财政部提出将确保完成预算目标。一是四季度财政收入有回升追赶态势，二是通过中央单位上缴专项收益、使用地方债结存限额、鼓励地方政府盘活存量资产、动用地方预算稳定调节基金等方式补充全年财政收入。广义财政支出力度可能受收入制约，但重点领域支出或有保障。

● **中长期：化债规模略超预期，缓解地方政府现金流压力**

1、新增6+4万亿化债额度，化解14.3万亿存量隐性债务。财政部披露2023年底存量隐性债务余额约为14.3万亿，计划2028年降为2.3万亿，意味着5年内有12万亿的化债规模。一是增加6万亿元专项债券限额置换隐性债务，分三年实施；二是连续5年从新增专项债限额中安排8000亿元用于化债，共4万亿。两项政策的不同点在于，前者更类似2015-2018年的置换债券（或是2020-2023年的特殊再融资债，本质皆为置换存量隐债），后者是常规专项债限额用途的扩围。此外，2万亿棚改存量隐性债务仍按原合同偿还，由于是2029年及以后到期，因此降低了2028年之前的还债压力。特别的是，本轮化债见证了形式上的突破。与以往的“特殊用途地方债”不同，人大常委会直接将专项债的使用限制进行了突破，或为未来化债手段和专项债投向都留出了更灵活可能。

节奏上，前三年将密集化解8.4万亿隐性债务（6万亿置换债+2.4万亿新增专项债），预计每年化债额度为2.8万亿元。2027-2028年每年则仅有8000亿元额度，但彼时压力或已大幅降低。

2、影响方面，首先对经济和权益类资产影响较为积极，促进地方政府资源流向经济和民生。由于政府债券利率较低，债务置换会减轻地方政府付息压力，财政部测算共将减少6000亿元付息支出。财力和执行层面，地方政府都会有更多资源会流入重点民生领域、消费和投资领域。基建投资方面，对资金的挤出将会削弱，但严控增量下短期影响可能中性。2024年，已有一部分新增专项债用于化债，假设为8000-10000亿元，则实际用于收益项目资金受到挤占。而2025年专项债新增额度的制定将建立在已安排8000亿化债用途基础上，或将部分减弱基建资金的挤出。长期看，存量隐债的“后顾之忧”大幅缓解后，地方的稳增长和经济转型质量有望提升。此外，财政部曾提出近一年的化债中包括清理拖欠企业账款，尽管本次会议未提，但不排除化债额度也有部分偿还欠款的可能，将利好与地方政府较为密切的上游建筑、建材等民营企业。

债市方面，短期央行资金面配合是关键，长期回归基本面。一年2万亿的地方政府债发行或形成债市供给压力，尤其2024年为发行首年，且只剩2个月窗口期。我们认为短期或不必要太过担忧，一是年内时间紧，发行规模可能不高，或部分延后至明年发行；二是央行在资金面给予护航可对冲供给端的压力，当前资金面较为宽松。历史经验看，2015-2018年置换债发行一年内，由于央行予以宽松资金面配合，债市利率中枢下行。而中长期债市逻辑回归基本面可能出现调整。最后，对银行方面影响较积极。债务置换有利于银行降低资产端违约风险，资产质量或有提升，银行盈利能力或逐渐企稳。

● **2025年财政政策展望：赤字或有较高提升空间**

蓝部长表示结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策。具体提及赤字空间、专项债扩容扩围、超长期特别国债支持两重、消费品以旧换新扩容扩围、加大对科技、民生支持力度等。这指向2025年赤字率可能提高，我们预计在4%-5%；超长期特别国债可能扩容（预测为2万亿），财政资金或加大对民生社会保障、消费补贴、科技等领域的倾斜；专项债资金还将扩围至收储等；预计发行特别国债补充银行核心一级资本。总体看，2025年广义财政有望大幅提升。

● **风险提示**：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

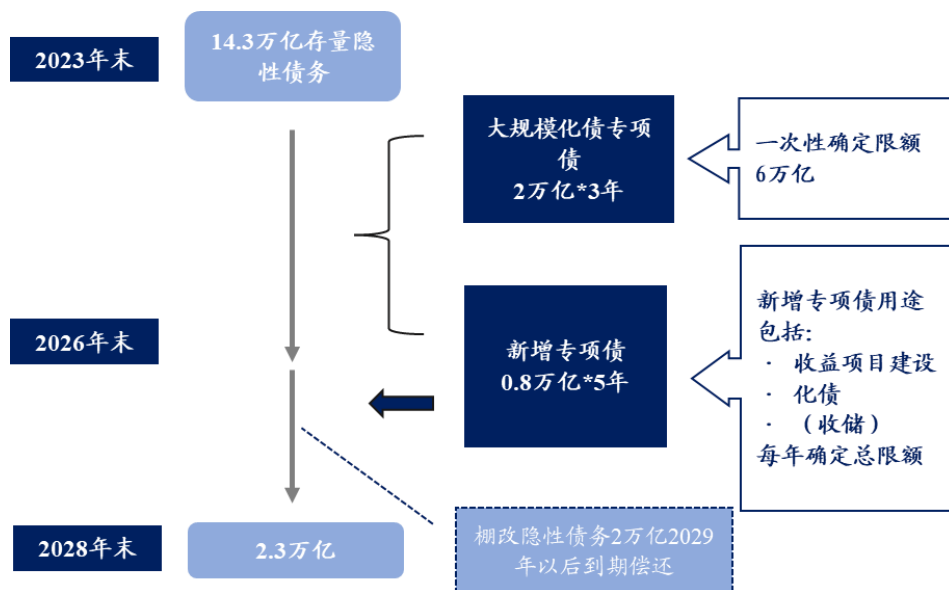
相关研究报告

《美联储后续政策面临多重不确定性—11月FOMC会议点评》-2024.11.8

《短期出口下行幅度或偏大一宏观经济点评》-2024.11.7

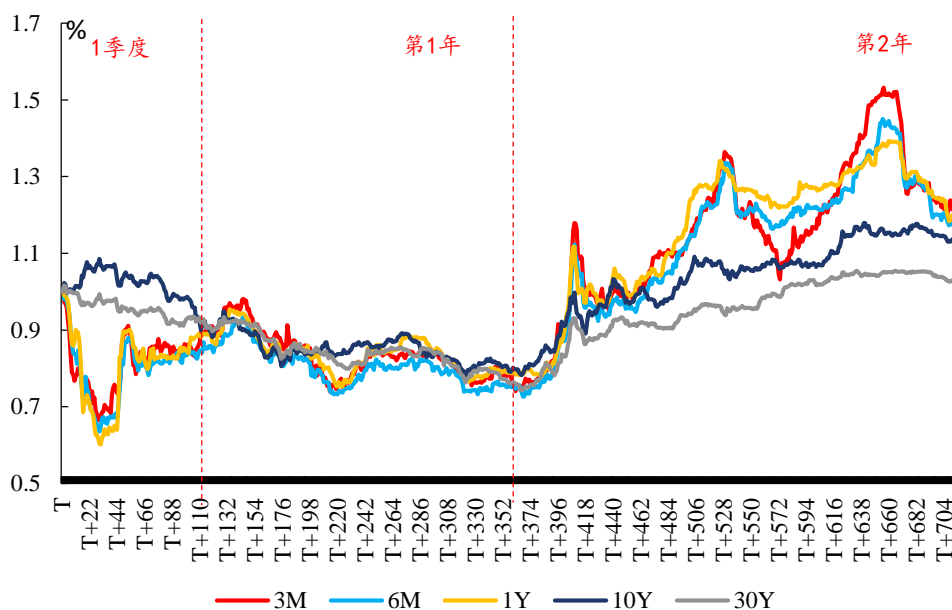
《对特朗普优先兑现政策及影响的几点理解—美国总统大选结果点评》-2024.11.6

附图 1：化债新政图解



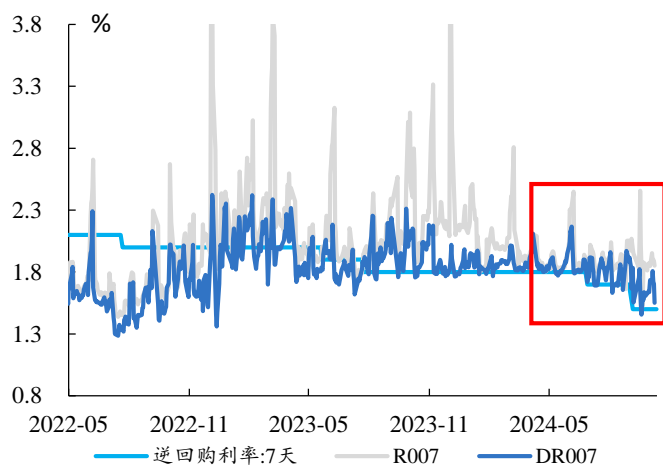
资料来源：财政部、开源证券研究所

附图 2：2015-2018 年置换债券发行后国债收益率表现



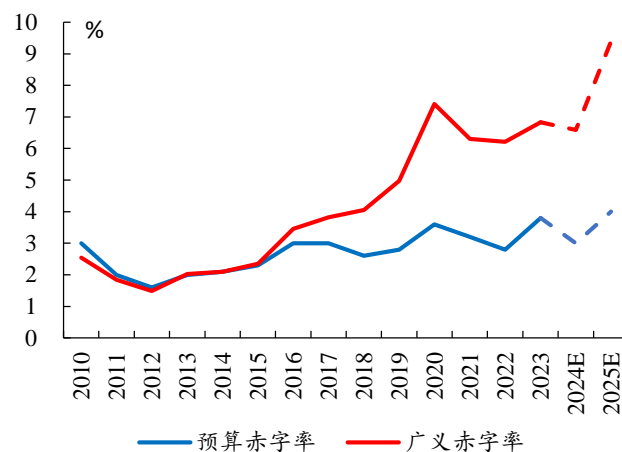
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：T=2015年5月置换债券首次发行日期

附图 3：当前资金面较为宽松



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：预测 2025 年预算赤字率为 4%



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：假设广义财政赤字包含 2 万亿超长期特别国债、1 万亿特别国债、4.5 万亿专项债，假设 2025 年名义 GDP 为 6%

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn